

2019-10-21

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

公用事业行业

全景看水电：精研盈利分化根源，探寻成长估值空间

报告要点

■ 水电盈利能力分化缘自何处？

当前水电公司业绩表现存在差异，由于业绩水平受到装机规模的影响，因此考察各公司单位化的盈利能力指标具有更好的参考性。综合各水电公司的多方面表现来看，桂冠电力和雅砻江水电 ROE 水平较高，其中桂冠电力主要受益于低成本优势，而雅砻江水电则主要受益于高利用小时和高电价水平。黔源电力和华能水电 ROE 相对较低，其中黔源电力主要受制于较低的利用小时，而华能水电主要受限于高成本影响。

■ 未来业绩增长来自何方？

大道至简，水电公司自身特性决定其业绩变化特征。从水电公司的研究框架来看，国投电力因其自身具备资本运作、梯级调度以及流域来水结构中雪山融水占比较高特点，因此装机增长成为其主要关注点；黔源电力、桂冠电力因其资产基本定型，且北盘江和红水河流域来水更加依赖降雨，因此来水影响下的机组利用效率便成为其主要关注点；华能水电因其所在的云南省参与市场化交易程度较高，且未来仍有上游水电资源尚待开发，因此电价和装机增长成为其主要关注点。

■ 水电企业该如何估值？

水电是电力行业中真正具备“公用事业属性”的行业。基于我国目前行使的政策支撑，水电的基本面表现基本实现了与周期脱钩、稳定经营的特征。加之多数水电能够提供稳定的分红支持，水电成为了行业内真正具备“稳定经营、高分红比例”的公用事业属性。因此，该行业比较适用基于自由现金流的绝对估值法，并辅以相对估值法（PE、股息率等）综合理解各公司的股价。

■ 投资建议

汛期以来长江上游、澜沧江流域水情转弱，而贵州、广东水情较为强势，全国各流域来水情况呈现较为显著的分化。水情分化格局下，各水电公司的电量及业绩表现预计也将产生分化差异。在此背景下，我们认为具有良好调度发电能力与业绩调节能力的公司投资价值仍较为显著，同时，流域水情偏丰的公司有望录得较高的业绩同比增速。此外，美联储时隔十年重启“降息”，水电经营稳定、高分红的类债券属性将更加凸显其投资价值。标的方面，坚定推荐业绩稳定、高分红的水电龙头，并建议关注来水弹性标的。

风险提示：

1. 来水波动风险；
2. 项目推进不达预期风险。

分析师 张韦华

☎ (8621) 61118722

✉ zhangwh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517080003

分析师 金宁

☎ (8621) 61118722

✉ jinning@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518100001

联系人 宋尚璠

☎ (8621) 61118722

✉ songsq@cjsc.com.cn

联系人 于倩

☎ (8621) 61118722

✉ yuqian3@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600025	华能水电	
600886	国投电力	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《生产发力助火电增速转正，降水减少致水电增速转负》2019-10-19

《旱情导致水电电量增速转负，工业生产季末效应发力拉动火电增速转正》2019-10-18

《工业生产边际改善，9 月用电量增速环比提升》2019-10-16

目录

水电盈利能力分化缘自何处？	5
水电真实盈利能力的反映指标：ROE&ROA	5
细剖收入成本，探寻分化根源	7
流域来水各具特性，利用小时各有差异	7
电价机制与市场化水平系电价差异主因	9
折旧与财务费用构成水电成本主要部分	10
水电公司基本面横向比较一览	13
未来业绩增长来自何方？	14
历史业绩表现各异，主要驱动因素不一	14
成本较为稳定，量价系业绩变动主因	14
主流水电公司历史分析总结	19
未来空间各有差异，成本下行大势所趋	20
装机增长空间决定公司“天花板”	20
折旧与财务费用有望渐趋下行	24
主流水电公司未来业绩成长性总结	25
水电企业该如何估值？	26
绝对估值法和相对估值法相结合的估值体系	26
投资建议	33

图表目录

图 1：水电公司横向比较框架	5
图 2：水电公司历年 ROE 比较	5
图 3：水电公司历年 ROA 比较	6
图 4：水电公司利润影响因素	7
图 5：水电公司利用小时比较（计算值，单位：小时）	7
图 6：雅砻江下游枯期电量优化（单位：亿千瓦时）	8
图 7：雅砻江下游枯期保证出力（单位：亿千瓦时）	8
图 8：水电公司水电平均上网电价比较（计算值，不含税，单位：元/千瓦时）	9
图 9：雅砻江水电下属各电站电价机制	10
图 10：水电总成本中折旧与财务费用占比较高	11
图 11：水电公司单位装机固定资产折旧比较（单位：元/千瓦）	12
图 12：水电公司单位装机财务费用比较（单位：元/千瓦）	12
图 13：水电公司基本面纵向分析框架	14

图 14: 雅砻江水电公司历史净利润变化 (单位: 亿元)	15
图 15: 官地水库 2016-2018 年水库水位 (单位: 米)	15
图 16: 二滩水库 2016-2018 年水库水位 (单位: 米)	15
图 17: 华能水电历史业绩变化 (单位: 亿元)	16
图 18: 华能水电 2015-2018 年装机规模 (单位: 万千瓦)	16
图 19: 华能水电 2015-2018 年发电量 (单位: 亿千瓦时)	16
图 20: 华能水电 2015-2018 年平均电价 (不含税, 单位: 元/千瓦时)	17
图 21: 华能水电 2015-2018 年营业收入及成本 (单位: 亿元)	17
图 22: 桂冠电力及黔源电力业绩单季度波动更加明显 (单位: %)	17
图 23: 桂冠电力 2014-2018 年装机规模发展 (单位: 万千瓦)	18
图 24: 黔源电力 2014-2018 年装机规模发展 (单位: 万千瓦)	18
图 25: 桂冠电力 2014-2018 年归母净利润 (单位: 亿元)	18
图 26: 龙滩水库 2014-2018 年水库水位 (单位: 米)	18
图 27: 黔源电力 2014-2018 年归母净利润 (单位: 亿元)	19
图 28: 光照水库 2014-2018 年水库水位 (单位: 米)	19
图 29: 水电研究框架及主要水电公司特性	19
图 30: 主流水电公司历史分析总结	20
图 31: 我国水电装机容量累计同比增速	20
图 32: 我国十三大水电基地建设规划与建设进展	21
图 33: 雅砻江干流梯级电站纵剖面图	22
图 34: 两河口电站将增加下游电站平枯期出力和发电量	22
图 35: 主要水电公司未来装机增长空间 (单位: 万千瓦)	23
图 36: 雅砻江公司及华能水电未来装机容量扩张时间线	24
图 37: 主要水电公司 2011 年以来财务费用情况 (单位: 亿元)	24
图 38: 主要水电公司 2011 年以来财务费用占总成本比重	24
图 39: 主要水电公司 2011 年以来折旧情况 (单位: 亿元)	25
图 40: 主要水电公司 2011 年以来折旧占总成本比重	25
图 41: 主流水电公司未来业绩成长性总结	25
图 42: 华能水电历史市盈率 (TTM) 复盘	26
图 43: 华能水电历史股息率复盘	27
图 44: 川投能源历史市盈率 (TTM) 复盘	28
图 45: 非雅砻江水电部分市盈率 (TTM) (估算值)	28
图 46: 川投能源历史市盈率 (TTM) 复盘	29
图 47: 川投能源历史股息率复盘	29
图 48: 桂冠电力历史市盈率 (TTM) 复盘	30
图 49: 桂冠电力历史股息率复盘	31
图 50: 黔源电力历史市盈率 (TTM) 复盘	31
图 51: 黔源电力历史股息率复盘	32
表 1: 水电公司历年 ROE 比较	6
表 2: 水电公司历年 ROA 比较	6
表 3: 黔源电力下属电站调节能力	8

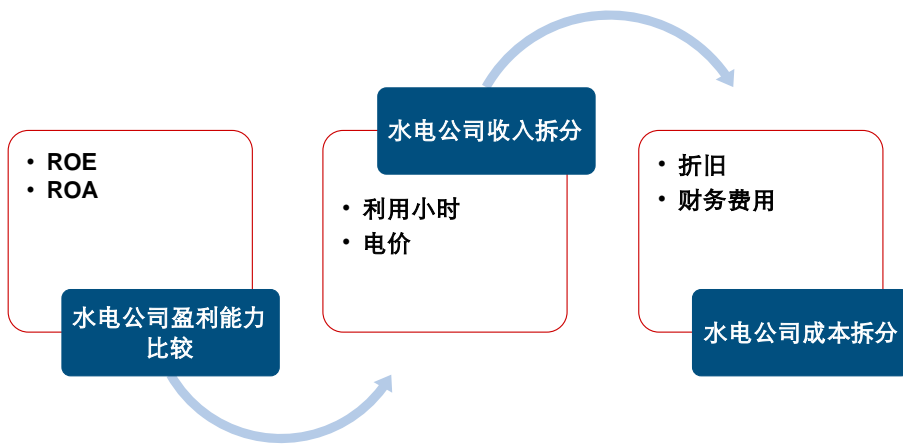
表 4: 黔源电力下属电站不含税电价情况.....	9
表 5: 水电板块成本结构 (单位: 亿元)	10
表 6: 水电公司单位装机固定资产折旧比较 (单位: 元/千瓦)	11
表 7: 水电公司单位装机财务费用比较 (单位: 元/千瓦)	12
表 8: 各水电公司基本面表现一览	13
表 9: 雅砻江水电公司历史装机规模.....	14
表 10: 雅砻江中游在建拟建梯级电站.....	21
表 11: 澜沧江中上游拟建梯级电站.....	23
表 12: 主要水电公司未来装机增长空间 (单位: 万千瓦)	23
表 13: 水电行业估值体系	26
表 14: 主要标的盈利预测及估值 (基于 2019 年 10 月 18 日收盘价)	33

水电盈利能力分化缘自何处？

当前水电公司业绩表现存在差异，由于业绩水平受到装机规模的影响，因此考察各单位化的盈利能力指标具有更好的参考性。那么在 ROE、ROA、毛利率、净利率等等诸多盈利能力指标中，选择何种指标更能反映水电公司的真实盈利能力？

此外，即便考虑单位化后的盈利能力指标，各公司的盈利能力也存在一定的分化，那么造成水电公司盈利能力分化的内在原因是什么？

图 1：水电公司横向比较框架



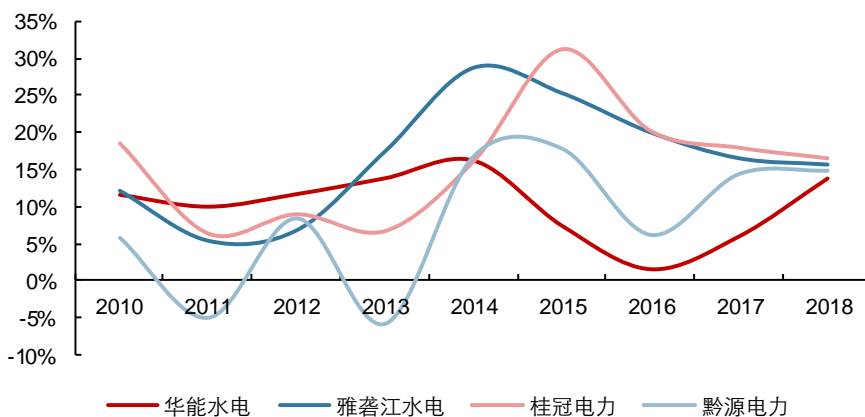
资料来源：Wind，长江证券研究所

水电真实盈利能力的反映指标：ROE&ROA

由于电力企业盈利能力、现金流入等均与其旗下发电资产的质量密切相关，因此在比较水电公司盈利能力时，相较于毛利率、净利率等指标，我们认为 ROE 和 ROA 指标更能从资产的角度衡量各水电公司真实的盈利能力。

2010 年-2018 年，桂冠电力、雅砻江水电的 ROE 水平整体较高，而黔源电力的 ROE 水平相对较低且波动幅度较大。

图 2：水电公司历年 ROE 比较



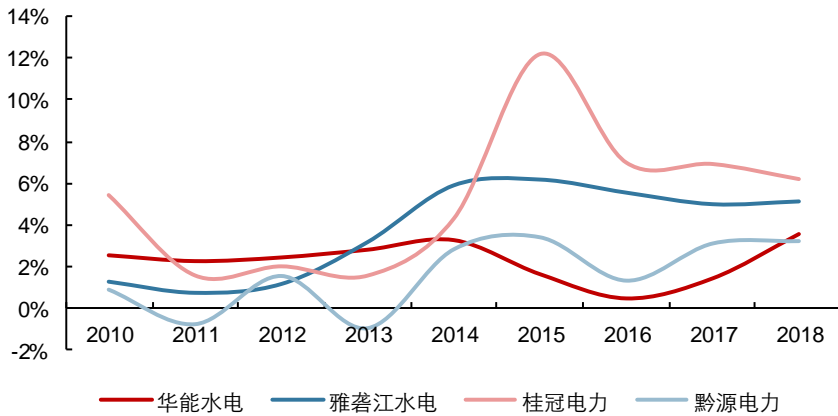
资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：水电公司历年 ROE 比较

公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华能水电	11.65%	10.04%	11.75%	13.91%	16.31%	7.43%	1.52%	5.99%	13.87%
雅砻江水电	12.03%	5.26%	6.69%	17.39%	28.70%	25.26%	19.93%	16.44%	15.58%
桂冠电力	18.49%	6.28%	8.89%	6.63%	16.06%	31.21%	20.17%	17.89%	16.47%
黔源电力	5.67%	-5.14%	8.30%	-5.95%	16.69%	17.71%	6.06%	14.29%	14.74%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：水电公司历年 ROA 比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

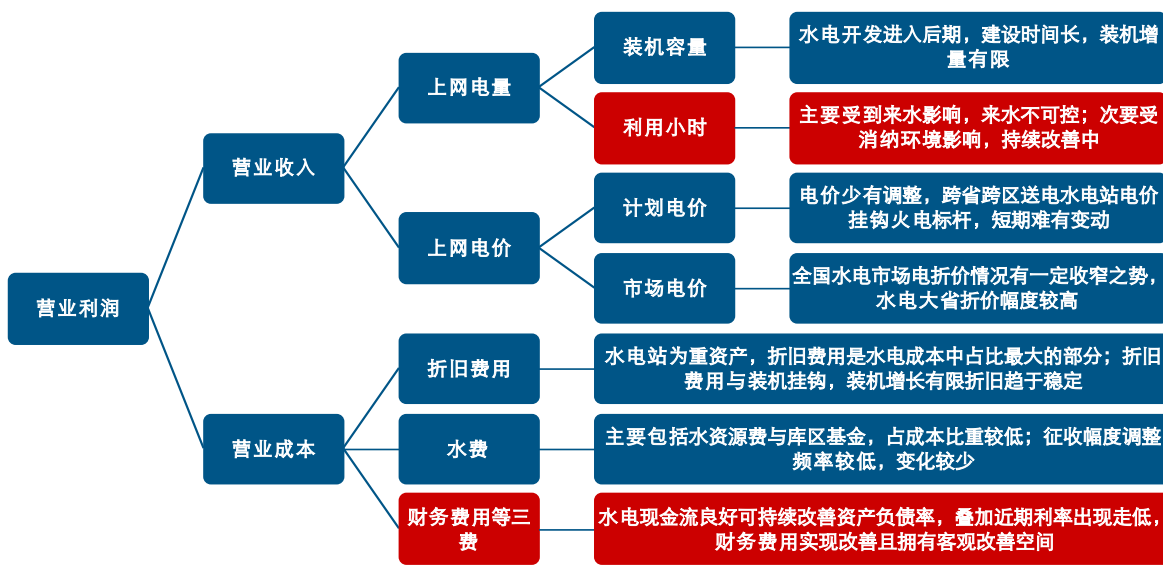
表 2：水电公司历年 ROA 比较

公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华能水电	2.56%	2.28%	2.46%	2.83%	3.30%	1.64%	0.46%	1.44%	3.60%
雅砻江水电	1.25%	0.71%	1.14%	3.16%	5.91%	6.18%	5.55%	4.99%	5.13%
桂冠电力	5.45%	1.59%	2.02%	1.58%	4.31%	12.22%	7.01%	6.94%	6.22%
黔源电力	0.91%	-0.77%	1.57%	-0.96%	2.86%	3.44%	1.34%	3.14%	3.25%

资料来源：Wind，长江证券研究所

我们试图搭建了水电的营业利润拆分框架，考察水电的电量、电价与成本费用三个因素对水电业绩的影响，从而找出各水电公司盈利分化的原因所在。

图 4：水电公司利润影响因素



资料来源：Wind，长江证券研究所

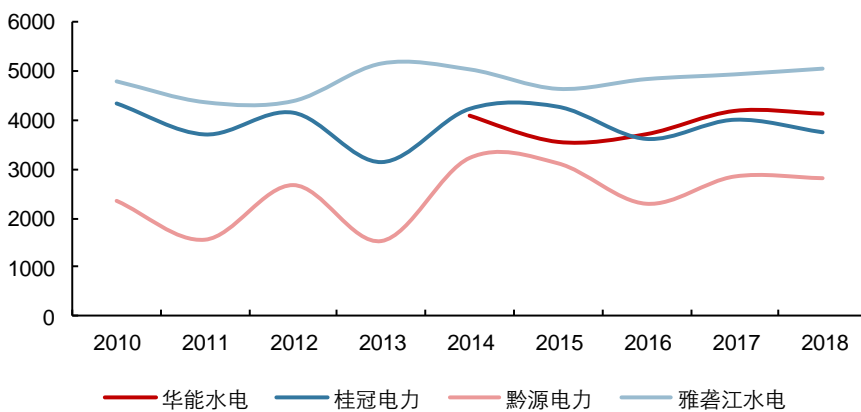
细剖收入成本，探寻分化根源

流域来水各具特性，利用小时各有差异

利用小时数是衡量水电企业发电机组运行效率的核心指标。影响水电公司整体利用小时的因素较多，除了各流域的来水情况外（资源禀赋），还与各电站自身的设计利用小时（资产质量）、梯级电站间的联合调度水平（经营管理）等有关。

2010-2018 年，雅砻江水电旗下电站利用小时水平较高，多年均值在 4000 小时以上且波动幅度较小；而黔源电力利用小时相对较低且波动幅度较大。

图 5：水电公司利用小时比较（计算值，单位：小时）



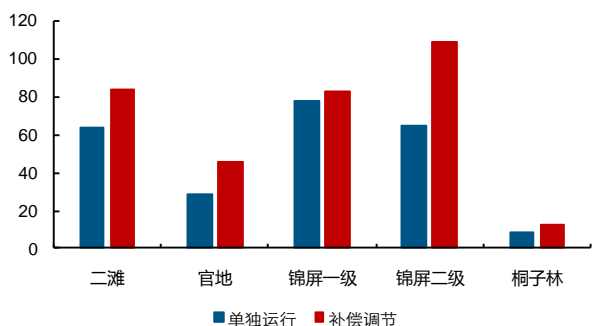
资料来源：Wind，长江证券研究所

雅砻江水电：联合调度补偿调节效益明显

雅砻江水能资源丰富且集中，水量丰沛、落差大，其中两河口水库为多年调节水库，锦屏一级水库为年调节水库，二滩水库为季调节水库。在两河口、锦屏一级和二滩水电站的三大水库全部建成后，总库容达 237.1 亿立方米，调节库容将达到 148.4 亿立方米。

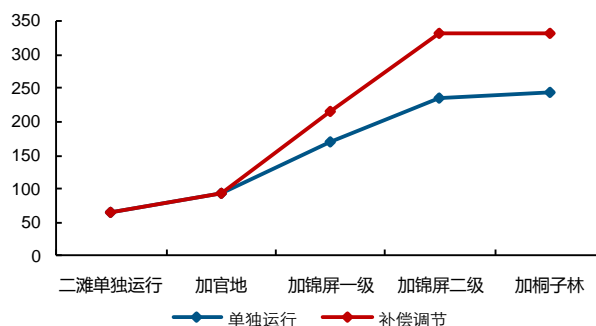
目前下游 5 个电站联合优化运行可增加枯期电量 88.99 亿千瓦时，增加枯期电量 36%。除龙头电站锦屏一级外，其他 4 个电站枯期电量的增加都达到原有电量的 1/3-2/3。5 个电站联合优化运行可以提高保证出力 231.35 万千瓦，相当于原有保证出力的 62%。

图 6：雅砻江下游枯期电量优化（单位：亿千瓦时）



资料来源：二滩水电开发有限责任公司，长江证券研究所

图 7：雅砻江下游枯期保证出力（单位：万千瓦）



资料来源：二滩水电开发有限责任公司，长江证券研究所

黔源电力：年际波动较大

公司电站主要分布于两江一河——三岔河、北盘江和芙蓉江，设计利用小时多为 2500-3500 小时，其中普定水电站和引子渡水电站均建有不完全年调节水库，可以在一定程度上克服年来水不均的影响。

整体来看，公司发电量受来水影响较为显著，年际发电量波动较大，年内发电量也呈现明显的差异性，导致公司上市以来的经营业绩波动较大。

表 3：黔源电力下属电站调节能力

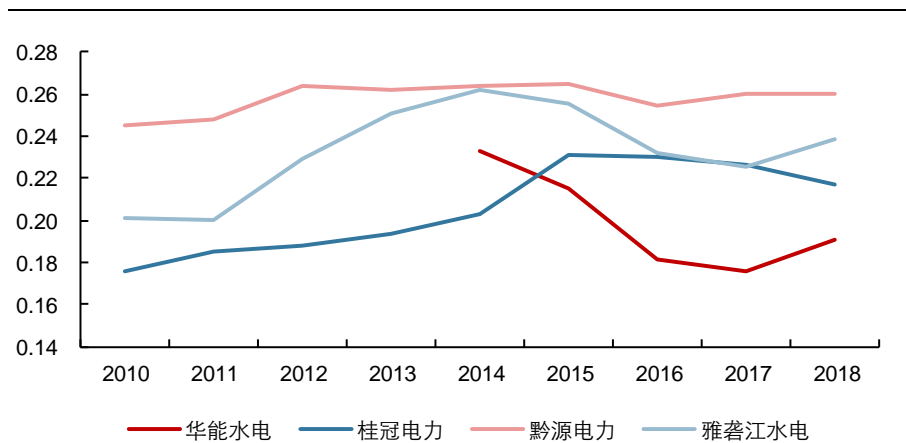
水电站	流域	调节能力
普定电站	三岔河	不完全年调节
引子渡电站	三岔河	不完全年调节
善泥坡电站	三岔河	日调节
光照电站	北盘江	不完全多年调节
马马崖电站	北盘江	日调节
董箐电站	北盘江	日调节
鱼塘电站	芙蓉江	周调节
清溪电站	芙蓉江	不完全年调节
牛都电站	芙蓉江	日调节

资料来源：Wind，长江证券研究所

电价机制与市场化水平系电价差异主因

水电公司平均上网电价由计划电量部分电价和市场电量部分电价两部分构成。2018年，大型发电集团水电上网电量市场化率达17.6%，市场交易平均电价为0.2245元/千瓦时，未来水电市场化交易的折价幅度有望逐渐收窄。整体来看，黔源电力水电平均上网电价最高且波动最小，桂冠电力和华能水电平均上网电价较低且波动幅度较大，雅砻江水电平均上网电价则居于中位。

图8：水电公司水电平均上网电价比较（计算值，不含税，单位：元/千瓦时）



资料来源：Wind，长江证券研究所

黔源电力：市场化程度较低，电价相对优势明显

黔源电力每年均与贵州省电力公司签订《购售电合同》，确保了电量的销售，且上网电价由贵州省物价局核定。

黔源电力的市场化交易是基于贵州省经信委下发的《2017年贵州省水火发电权交易方案》，在天然来水较好时，水电通过向火电购买发电权，弥补火电权益损失，火电企业利用发电权收益用于汛期增加电煤储备和降低企业用电成本。贵州统调5万千瓦及以上装机的水电站，按2710小时核定基础电量，超过2710小时以上部分，实行水火发电权交易，原则上按照贵州水电边际贡献的30%确定交易价格，由水电企业支付给火电企业。虽预计会对公司利润有一定削弱，但并不影响公司电价水平。

表4：黔源电力下属电站不含税电价情况

水电站	不含税电价（元/千瓦时）
普定电站	0.2521
引子渡电站	0.2567
善泥坡电站	0.2521
光照电站	0.2698
马马崖电站	0.2810
董箐电站	0.2810
鱼塘电站	0.2348
清溪电站	0.2366
牛都电站	0.2241

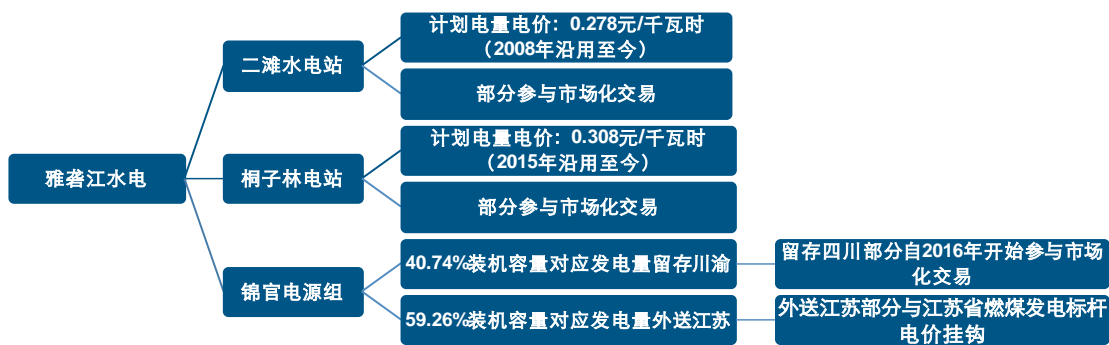
资料来源：Wind，长江证券研究所

雅砻江水电：外送电价与燃煤标杆电价挂钩

二滩和桐子林电站的售电区域为川渝地区，计划电量的电价自核定后并未变动；部分电量参与市场化交易，但占比较低。

锦屏一级、锦屏二级及官地水电站的售电区域为川渝地区和江苏地区，外送江苏部分电量的电价与江苏省燃煤发电标杆电价挂钩，投产至今已随江苏省火电电价进行了两轮调整；留存四川省内的电量自 2016 年开始参与市场化交易。

图 9：雅砻江水电下属各电站电价机制



资料来源：国家发改委，四川省发改委，长江证券研究所

华能水电：各部分电量定价机制不同

公司电量分为三个部分：部分满足省内用电需求，部分通过云南电网再进入南方电网外送广东、广西及境外。各部分电量执行不同的定价机制，其中省内部分主要受市场交易情况影响，省外部分主要依靠协商签订售电合同。

近期，公司与电网公司签订了 2019 年澜沧江上游水电站送电广东购售电合同，确定了 2019 年优先发电计划和外送电价格机制，预计该合同的履行对公司 2019 年的经营业绩产生一定积极影响。

折旧与财务费用构成水电成本主要部分

水电站的建设和运营不同于常规火电站，在前期需投入大量的资金整理加固坝基、山体，修建大坝、厂房和公路等配套工程，开挖导流洞、泄洪洞，以及购置水轮机、发电机等发电设备。因此，水电企业在建设初期往往通过大量举债来满足庞大的资金需求，且大部分资金均转入固定资产。

水电站进入正常运营之后，由于发电的主要能量来源为水的重力势能，因此仅需缴纳较低的水资源费（或水资源税）及库区基金，并不需要持续出资大量收购煤炭等燃料以维持电站的正常经营，因此边际成本较低。而由于前期大量举债和资金转固，水电企业通常带息负债较高，主要成本以财务费用和固定资产折旧为主。

表 5：水电板块成本结构（单位：亿元）¹

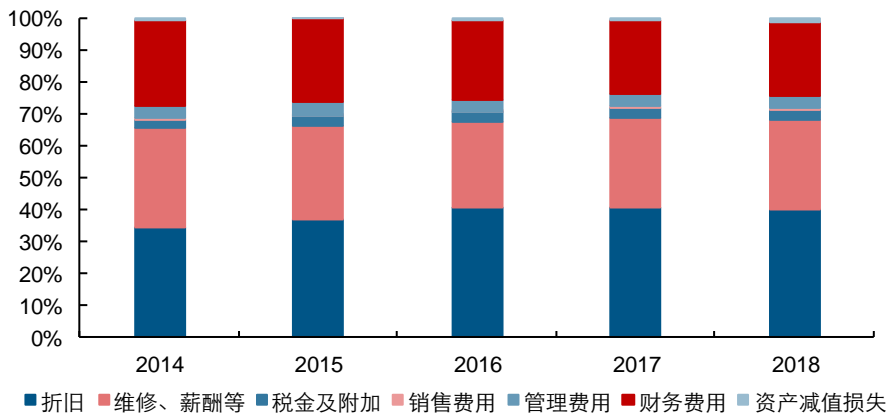
项目	2014	2015	2016	2017	2018
----	------	------	------	------	------

¹ 部分公司未单独披露营业成本中的折旧成本，统一以“固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧”代替，下同。

营业总成本	387.89	394.13	517.80	526.04	550.41
营业成本	253.47	261.13	348.06	362.27	373.41
折旧	133.82	146.48	209.40	212.68	221.47
维修、薪酬等	119.65	114.65	138.66	149.60	151.94
税金及附加	11.12	11.43	16.64	17.00	19.30
销售费用	1.38	1.45	1.25	1.52	1.48
管理费用	15.22	16.28	20.07	19.92	20.09
财务费用	105.04	103.22	129.31	120.86	127.43
资产减值损失	1.67	0.63	2.46	4.47	7.50

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：水电总成本中折旧与财务费用占比较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

折旧成本比较

大部分水电公司的固定资产折旧方法为年限折旧法，因此折旧成本与装机容量呈高度正相关关系。为横向比较各公司折旧成本，我们考察单位装机折旧情况。由于 2011 年起黔源电力与发电直接相关的固定资产采取工作量法计提折旧，因此其单位装机折旧波动较大，而其余水电公司单位装机折旧较为稳定。

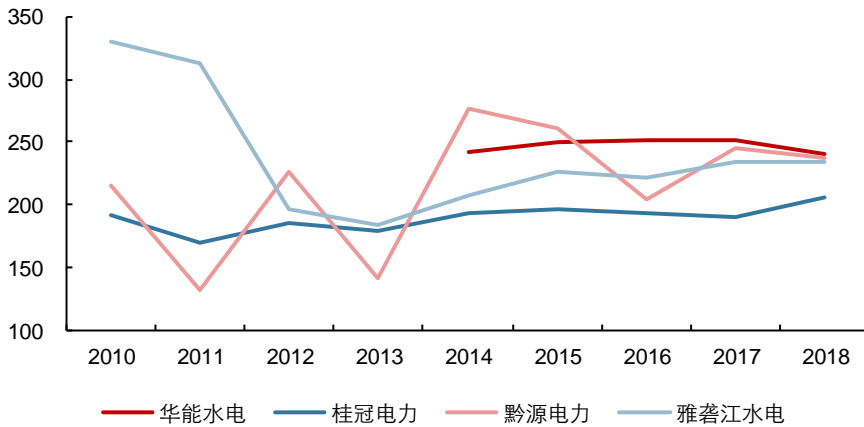
每年单位装机折旧金额的大小则与水电站的单位装机造价、投产时间和折旧年限有关。近年来桂冠电力单位装机折旧稳定在较低水平，华能水电单位装机折旧相对较高。

表 6：水电公司单位装机固定资产折旧比较（单位：元/千瓦）

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华能水电	未披露	未披露	未披露	未披露	242.86	249.94	252.00	251.46	240.60
桂冠电力	192.33	169.71	185.28	179.62	193.15	196.01	192.87	190.10	206.47
黔源电力	215.88	131.81	226.82	141.14	275.99	261.37	204.76	245.19	238.02
雅砻江水电	330.04	312.46	195.78	183.87	207.38	226.05	221.86	233.86	234.93

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：水电公司单位装机固定资产折旧比较（单位：元/千瓦）



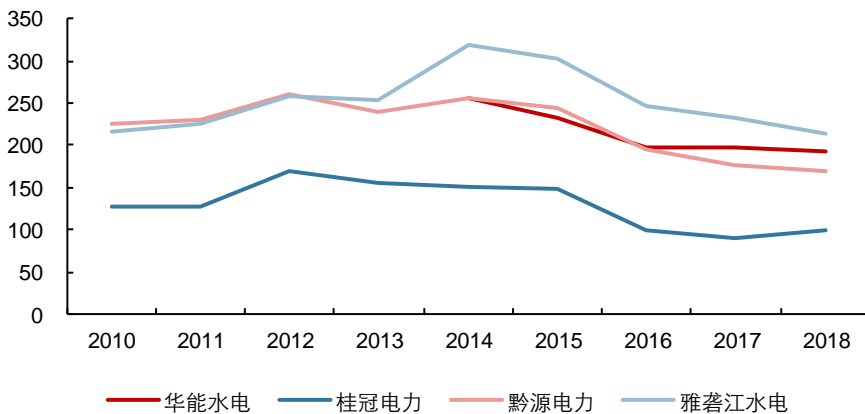
资料来源：Wind，长江证券研究所

财务费用比较

我国水电目前已经进入建设末期，在建工程数量减少意味着水电企业不再需要庞大的资金投入，再投资现金流压力减少。

从各公司表现来看，雅砻江水电单位装机财务费用相对较高，或由于雅砻江中游水电站建设投资较多；华能水电单位装机财务费用相对较高则来自于近年来上游电站的建设投产；桂冠电力和黔源电力近年单位装机财务费用较少或由于上市公司体内无大量新建机组支出。

图 12：水电公司单位装机财务费用比较（单位：元/千瓦）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 7：水电公司单位装机财务费用比较（单位：元/千瓦）

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华能水电	未披露	未披露	未披露	未披露	255.26	232.45	198.34	196.42	191.67
桂冠电力	128.05	128.03	169.50	154.21	151.29	149.36	98.92	90.74	99.95
黔源电力	225.75	229.17	260.88	238.42	256.05	243.44	194.58	176.42	168.64
雅砻江水电	215.37	225.15	257.10	253.54	319.60	301.57	246.21	233.49	213.21

资料来源：Wind，长江证券研究所

水电公司基本面横向比较一览

综合各水电公司的多方面表现来看，桂冠电力和雅砻江水电 ROE 水平较高，其中桂冠电力主要受益于低成本优势，而雅砻江水电则主要受益于高利用小时和高电价水平。黔源电力和华能水电 ROE 相对较低，其中黔源电力主要受制于较低的利用小时，而华能水电主要受限于高成本影响。

表 8：各水电公司基本面表现一览

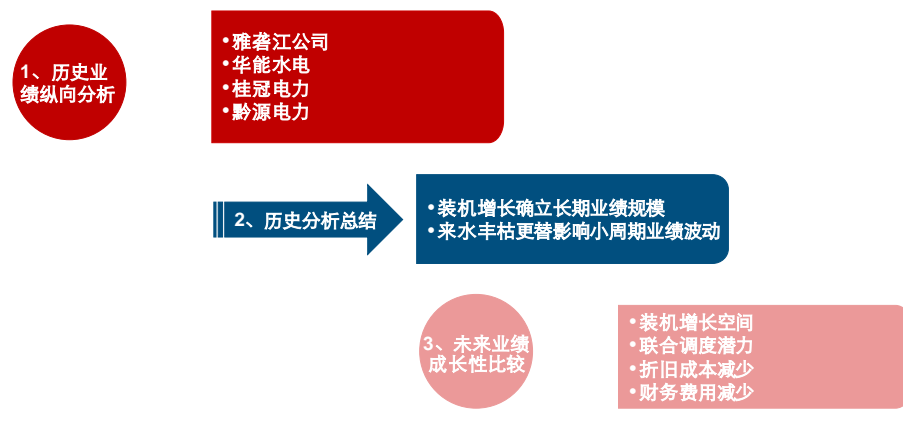
公司	华能水电	桂冠电力	黔源电力	雅砻江水电
ROE、ROA	较低	高	低	高
利用小时	较高	中位	较低	高
电价	较低	较低	高	较高
单位装机折旧成本	较高	较低	中位	中位
单位装机财务费用	较高	较低	中位	较高

资料来源：Wind，长江证券研究所

未来业绩增长来自何方？

除了对水电公司之间的差异进行对比以外，各个公司的基本面的纵向分析同样极具意义。通过分析水电公司历史业绩的纵向变动，有助于把握水电公司业绩的主要影响因素，在此基础上，我们进一步对各水电公司的长期增长空间进行展望。

图 13：水电公司基本面纵向分析框架



资料来源：Wind，长江证券研究所

历史业绩表现各异，主要驱动因素不一

成本较为稳定，量价系业绩变动主因

雅砻江水电公司：四川优质水电资产

雅砻江水电公司经历前期的快速扩张后，近年来水电装机规模保持平稳。雅砻江水电公司旗下目前已经有 1470 万千瓦水电站投入运营发电，其中包括二滩水电站 330 万千瓦，官地水电站 240 万千瓦，锦屏一级水电站 360 万千瓦，锦屏二级水电站 480 万千瓦和桐子林水电站 60 万千瓦。在 2015 年桐子林水电站投产后，公司在 2016-2018 年均无机组投产，近年装机规模保持平稳。

表 9：雅砻江水电公司历史装机规模

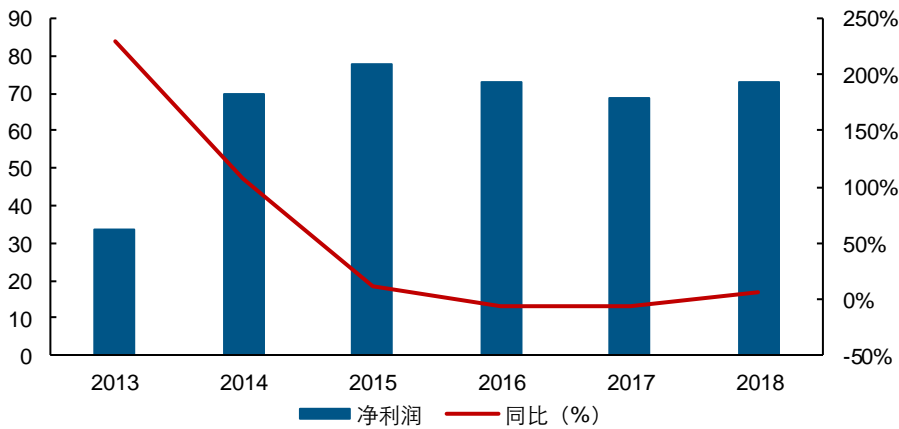
年份	装机规模 (万千瓦)	装机增长 (万千瓦)	同比 (%)
2012	510	-	35.29%
2013	1050	540	51.43%
2014	1410	360	34.29%
2015	1455	45	3.19%
2016	1470	15	1.03%
2017	1470	0	0%
2018	1470	0	0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

业绩规模整体随装机容量增长，小周期内业绩受来水波动影响。在公司装机规模快速增长的 2013-2015 年，公司业绩体量随之同步大幅增长，从 2013 年的 33.78 亿元快速攀升至 2015 年的 77.80 亿元；而在资产阶段性定型的 2016-2018 年，公司分别实现业绩

73.30 亿元、68.86 亿元和 72.80 亿元，基本每年以 6% 为幅度上下波动，核心原因主要在于小周期内的来水丰枯变化。

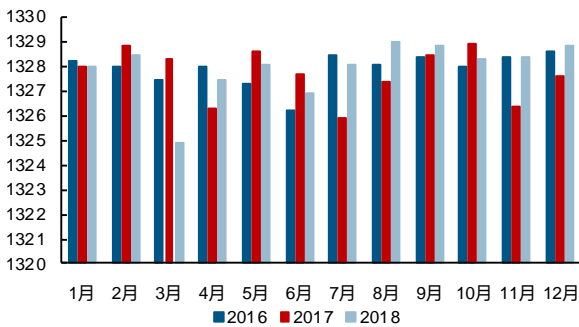
图 14：雅砻江水电公司历史净利润变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

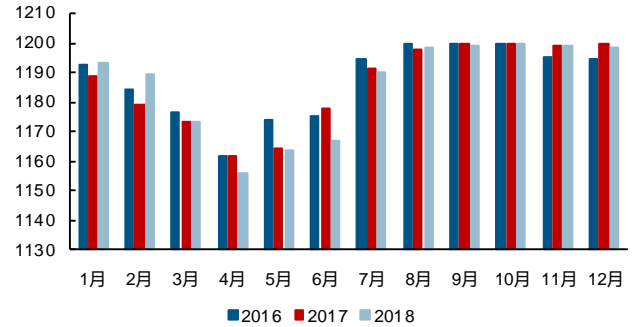
在装机规模保持不变的小周期内，来水丰枯便成为影响水电机组出力的重要边际因素之一。以官地电站和二滩电站水库水位的月度变化来看，2017 年来水偏枯是不争的事实，尤其是官地电站在 2017 年汛期的 7 月、8 月来水量相较常年明显偏低，直接影响到雅砻江水电公司三季度出力。同时我们可以发现，由于汛期来水不足使得水库在进入四季度枯水季面临较大蓄水压力，2017 年 11 月和 12 月官地水库水位再次明显偏低，雅砻江水电公司发电量继而再次受到影响。

图 15：官地水库 2016-2018 年水库水位（单位：米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：二滩水库 2016-2018 年水库水位（单位：米）

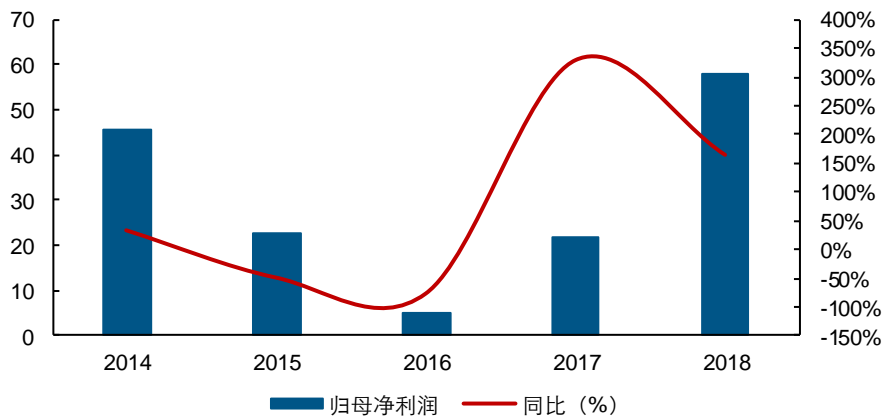


资料来源：Wind，长江证券研究所

华能水电：国内第二大水电运营公司

华能水电业绩在近年来出现较大幅度的波动，主要集中在 2016 年和 2018 年：2016 年公司仅实现业绩 5.08 亿元，同比大幅下降 77.77%；2018 年公司实现业绩 58.03 亿元，同比大幅增长 165.10%。

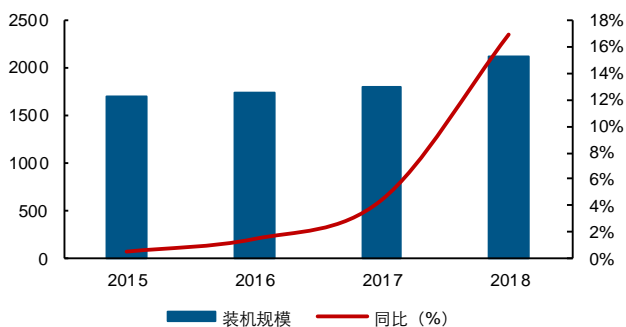
图 17：华能水电历史业绩变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

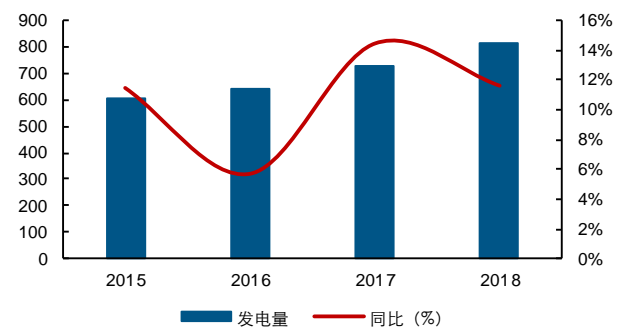
从装机规模与发电量的变化来看，2015-2018 年两者均保持正增长。自 2015 年起公司在建机组陆续投产，在役装机规模持续提升，其中 2016 年和 2018 年公司水电装机分别同比增长 1.50%和 16.92%。产能扩张之下，公司发电量在同期也保持稳步提升态势，其中 2016 年和 2018 年公司发电量分别同比增长 5.73%和 11.62%。

图 18：华能水电 2015-2018 年装机规模（单位：万千瓦）



资料来源：Wind，长江证券研究所

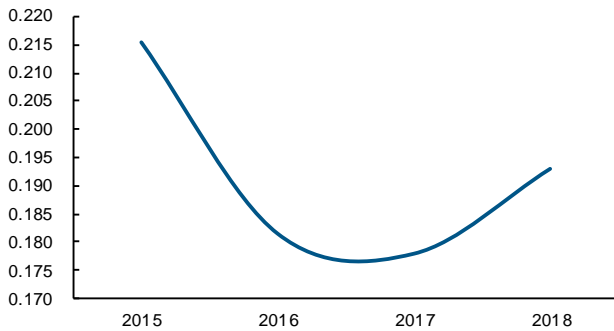
图 19：华能水电 2015-2018 年发电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，长江证券研究所

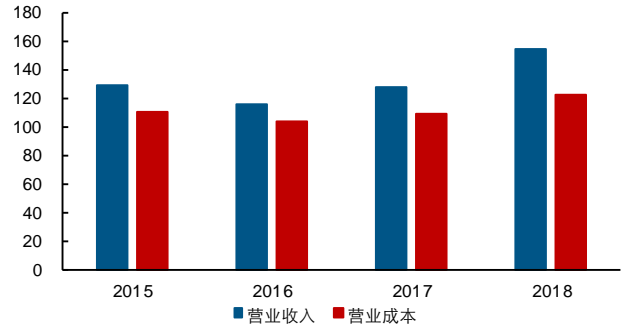
电价变化是影响公司业绩表现的重要边际因素之一。2015-2016 年云南省电力供需格局宽松，市场化交易折价幅度明显扩大。此后在用电需求逐步回暖以及上游高电价电站投产等多方面因素的共同作用下，公司平均上网电价在 2017-2018 年开启回升，2018 年公司实现平均上网电价 0.1931 元/千瓦时（不含税），同比增长 0.0151 元/千瓦时，叠加同年公司装机规模继续提升，公司盈利能力因此得到明显改善。

图 20: 华能水电 2015-2018 年平均电价 (不含税, 单位: 元/千瓦时)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 华能水电 2015-2018 年营业收入及成本 (单位: 亿元)

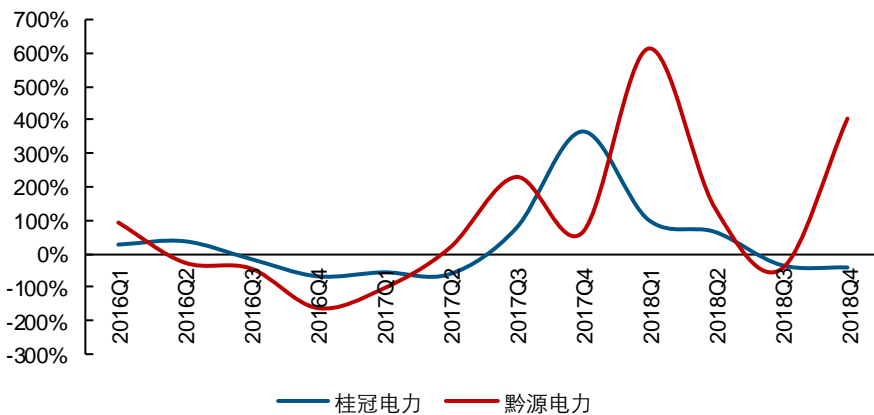


资料来源: Wind, 长江证券研究所

桂冠电力和黔源电力: 业绩高弹性标的

在水电行业中, 桂冠电力和黔源电力一直以来都是业绩弹性的代表标的, 在季度业绩波动对比中可以很明显地发现桂冠电力和黔源电力的业绩波动幅度更大。造成这一现象的主要原因在于, 桂冠电力和黔源电力资产规模已经基本定型, 同时资产所在流域来水主要依赖降雨, 因此在电价变化不显的情况下, 来水变化便成为跟踪公司业绩表现的重要指标。

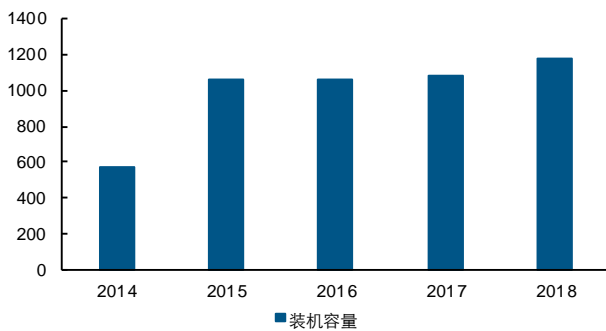
图 22: 桂冠电力及黔源电力业绩单季度波动更加明显 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

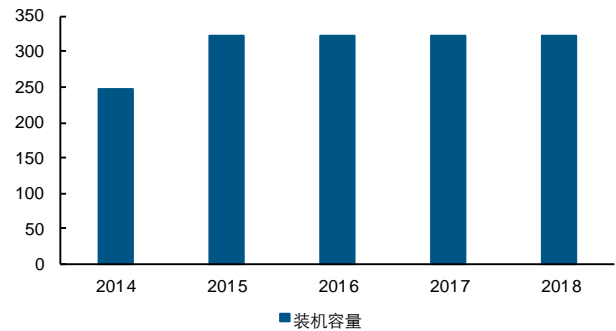
从两家公司的装机规模发展来看, 除桂冠电力 2018 年收购聚源电力使得旗下发电装机小幅增长外, 2 家公司整体资产规模和结构自 2015 年便已经基本定型。截至 2018 年年底, 桂冠电力旗下拥有发电装机 1183.91 万千瓦, 同比增长 8.95%; 黔源电力拥有发电装机 323.05 万千瓦, 自 2015 年起便无任何新机组投产。

图 23: 桂冠电力 2014-2018 年装机规模发展 (单位: 万千瓦)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24: 黔源电力 2014-2018 年装机规模发展 (单位: 万千瓦)

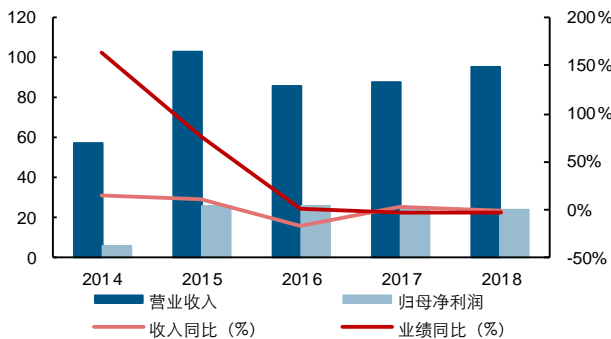


资料来源: Wind, 长江证券研究所

在装机规模基本定型的情况下, 由于电价基本平稳, 来水丰枯更替基本主导 2 家公司业绩表现。

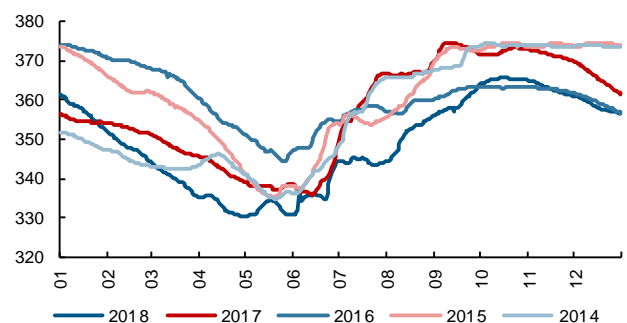
2014-2018 年, 桂冠电力分别实现业绩 5.93 亿元、25.69 亿元、25.95 亿元、25.11 亿元和 23.85 亿元, 同比分别增长 163.08%、77.18%、0.99%、-3.23%和-3.38%。我们可以发现, 在来水充沛的 2014 年和 2015 年, 龙滩水库水位持续保持高位, 公司业绩同比大幅增长; 反之则水库水位明显偏低、业绩表现继而较弱。2018 年区域来水分化严重, 龙头电站天然来水较少, 而下游电站来水充沛, 因此龙滩水库水位表现不佳而业绩表现相对具备韧性。

图 25: 桂冠电力 2014-2018 年归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

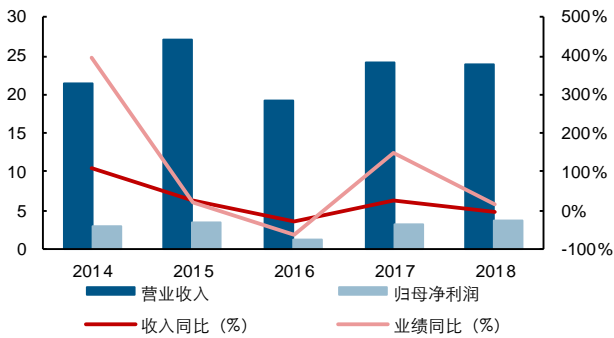
图 26: 龙滩水库 2014-2018 年水库水位 (单位: 米)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

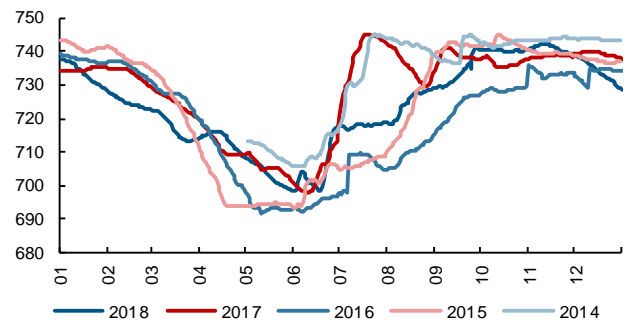
2014-2018 年, 黔源电力分别实现业绩 2.94 亿元、3.59 亿元、1.30 亿元、3.20 亿元和 3.68 亿元, 同比分别增长 369.90%、22.18%、-63.94%、147.16%和 14.81%。与桂冠电力类似, 在来水相对偏丰的 2014-2015 年, 光照水库水位持续保持接近汛线水平直至年末, 丰沛来水助公司兑现业绩高弹性; 而在来水相对较弱的 2016 年, 光照水库全年水位几乎没有接近过汛线, 同时当年自 6 月入汛以来公司水位直至年底一直保持稳步向上, 表明公司彼时面临较强的蓄水压力, 侧面说明公司可用于发电的水量十分有限, 业绩表现面临挑战。

图 27: 黔源电力 2014-2018 年归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 28: 光照水库 2014-2018 年水库水位 (单位: 米)

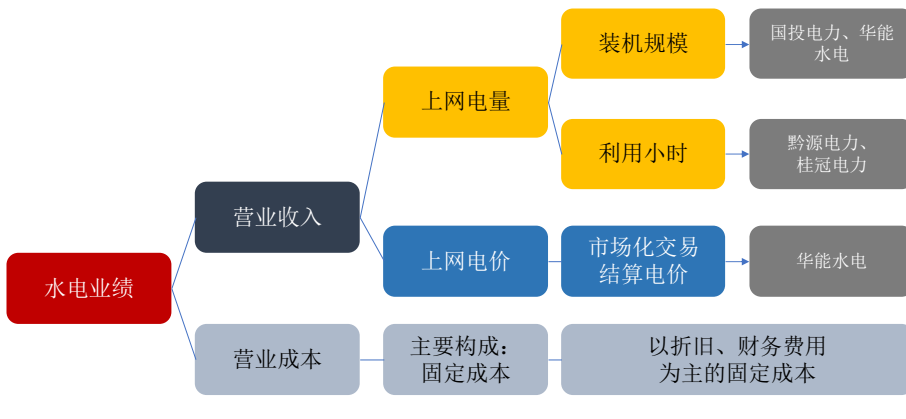


资料来源: Wind, 长江证券研究所

主流水电公司历史分析总结

大道至简, 水电公司自身特性决定其业绩变化特征。从水电公司的研究框架来看, 国投电力因其自身具备资本运作、梯级调度以及流域来水结构中雪山融水占比较高等特点, 因此装机增长成为其主要关注点; 黔源电力、桂冠电力因其资产基本定型, 且北盘江和红水河流域来水更加依赖降雨, 因此来水影响下的机组利用效率便成为其主要关注点; 华能水电因其所在的云南省参与市场化交易程度较高, 且未来仍有上游水电资源尚待开发, 因此电价和装机增长成为其主要关注点。

图 29: 水电研究框架及主要水电公司特性



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 30：主流水电公司历史分析总结



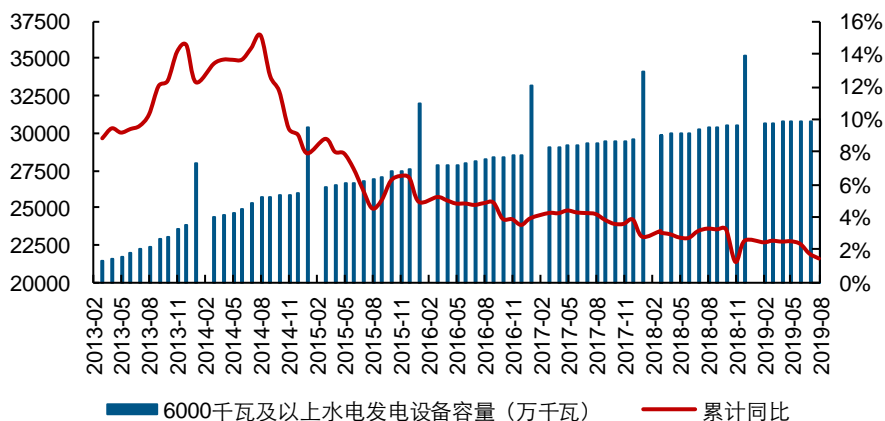
资料来源：Wind，长江证券研究所

未来空间各有差异，成本下行大势所趋

装机增长空间决定公司“天花板”

根据《水电发展“十三五”规划》，常规水电装机规模目标为 2020 年达到 34000 万千瓦，相对 2015 年新增投产 4349 万千瓦，年均增长率降至 2.78%。“十三五”以来，水电装机增速明显放缓，截至 2018 年 12 月，我国水电装机容量累计同比增速已降至 2.5%。根据最新数据，2019 年 8 月底水电装机容量累计同比增速进一步下降至 2.30%。

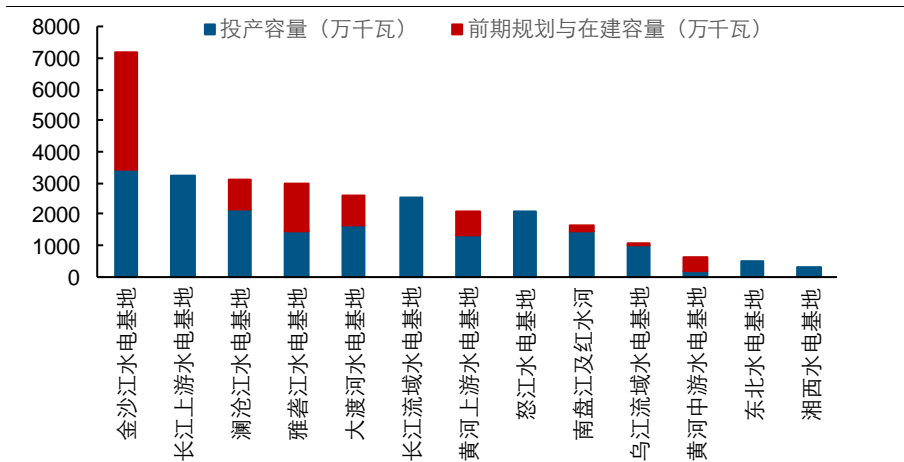
图 31：我国水电装机容量累计同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

当前我国水电开发已经进入后期，上市公司核心资产基本投产完毕，在建拟建机组中属于上市公司旗下的资产已为数不多，因此剩余仍有装机增长的上市公司便独居稀缺性，也是未来长期业绩能够具备有确定性增长的标的。

图 32：我国十三大水电基地建设规划与建设进展



资料来源：Wind，长江证券研究所

雅砻江水电公司：中游电站稳步推进中

除了乌东德、白鹤滩水电站，我国目前在建拟建的水电站还有雅砻江中游梯级电站群，包括装机容量 300 万千瓦的两河口水电站、装机容量 150 万千瓦的杨房沟水电站、装机容量 134 万千瓦的牙根一级和二级水电站、装机容量 98 万千瓦的卡拉水电站、装机容量 257.5 万千瓦的楞古水电站和装机容量 240 万千瓦的孟底沟水电站。目前公司旗下电站建设持续稳步推进，预计“十四五”期间公司有望迎来再一次的产能扩张黄金时期。

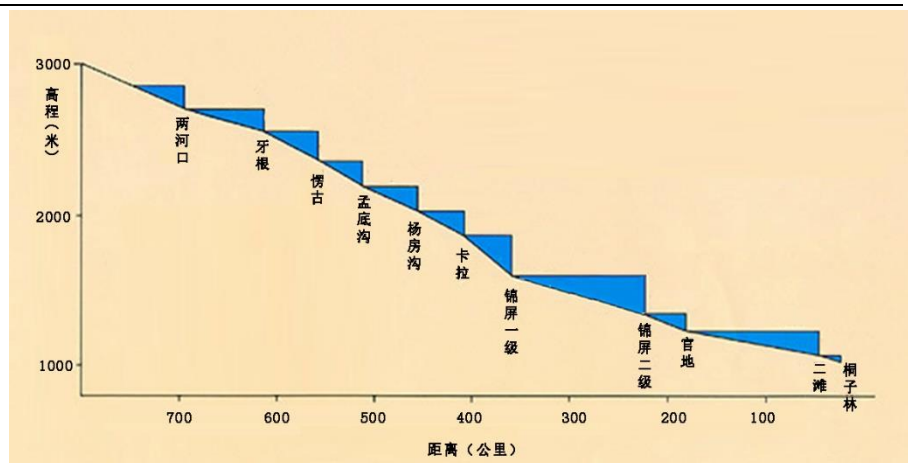
表 10：雅砻江中游在建拟建梯级电站

水电站	预计投产时间	建设状态	装机容量 (万千瓦)
两河口水电站	2021	在建	300
杨房沟水电站	2021	在建	150
牙根一级电站	-	拟建	26
牙根二级电站	-	拟建	108
卡拉水电站	-	拟建	98
楞古水电站	-	拟建	257.5
孟底沟水电站	-	拟建	240
合计			1179.5

资料来源：Wind，长江证券研究所

从雅砻江干流梯级电站纵剖面图中可以看到，两河口对雅砻江水力发电的重要性并非只局限于其 300 万千瓦的装机，更在于其将成为雅砻江流域首个具有多年调节能力的水利工程，其调节库容也远高于锦屏一级和二滩。

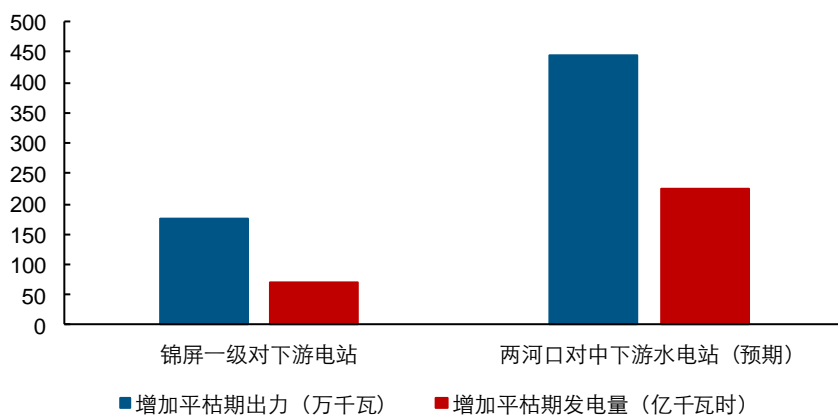
图 33：雅砻江干流梯级电站纵剖面图



资料来源：《雅砻江-金沙江-长江梯级水电站群联合调度图研究（李银银，2016）》，长江证券研究所

随着雅砻江下游的梯级水库群建成，使得错峰调蓄洪水、调节出入库流量、延长枯季高水位运行时间等规划设想得到了实现。据测算，锦屏一级投产后增加下游平枯期发电量高达 70 亿千瓦时。两河口建成后可实现两河口至二滩河段梯级完全年调节，成为四川省电能质量最好的大型梯级水电站，可增加两河口以下雅砻江中下游水电站平枯期平均出力 445 万千瓦，发电量 225 亿千瓦时，相当于凭空增加一个锦屏二级水电站。因此，两河口电站修建完成并投产之后，对于雅砻江中下游水电站平枯期水头有着极强的优化能力，梯级补偿效益巨大。

图 34：两河口电站将增加下游电站平枯期出力和发电量



资料来源：《两河口水电站会带来什么？》，长江证券研究所

华能水电：澜沧江上游拟建机组丰富

7月16日，在设计多年平均发电量 41.16 亿千瓦时、总装机 99 万千瓦共计 4 台机组的乌弄龙水电站全部顺利投产后，目前公司已无在建机组。按照流域开发计划，未来公司将逐步开发澜沧江上游包括橄榄坝水电站、托巴水电站、古水水电站、如美水电站等在内的多个梯级电站，拟建电站合计装机容量达到 729.5 万千瓦。目前，托巴水电站已经取得核准，其余水电站也正处于前期工作之中，未来公司装机容量仍有一定的发展空间。

表 11：澜沧江中上游拟建梯级电站

拟建水电资产	状态	所在地区	流域	装机容量(万千瓦)	权益比例	权益装机(万千瓦)
托巴水电站	已核准	云南	澜沧江上游	140	100%	140
古水水电站	拟建	云南	澜沧江上游	190	100%	190
如美水电站	拟建	西藏	澜沧江上游	210	100%	210
古学水电站	拟建	西藏	澜沧江上游	170	100%	170
橄榄坝水电站	拟建	云南	澜沧江中下游	19.5	100%	19.5
合计	-	-	-	729.5	-	729.5

资料来源：Wind，长江证券研究所

未来装机增长空间对比

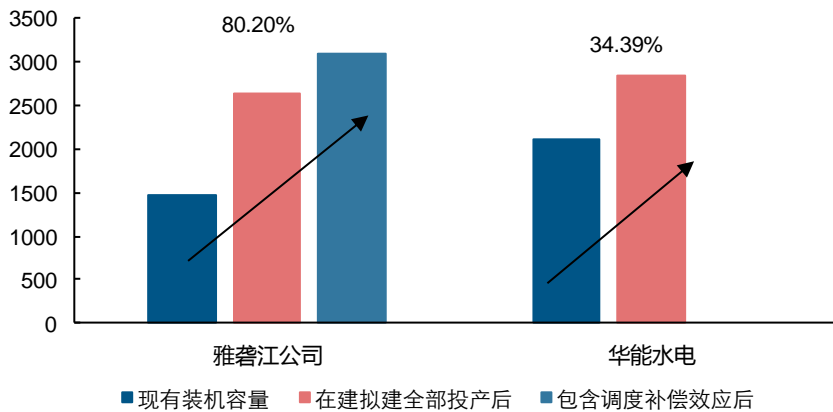
从装机增长潜力的角度来看，待雅砻江中游电站群全部投产后，雅砻江公司装机容量将有望增长 80.24%，而算上“补偿效应”后增幅将高达 110.51%；待澜沧江上游电站全部开发完成后，华能水电装机容量将有望增长 34.39%，远期来看公司产能扩张仍有空间。

表 12：主要水电公司未来装机增长空间（单位：万千瓦）

公司	现有装机容量	在建拟建全部投产后	包含调度补偿效应后
雅砻江公司	1470	2649.5	3094.5
华能水电	2121	2850.5	-

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：主要水电公司未来装机增长空间（单位：万千瓦）



资料来源：Wind，长江证券研究所

从在建机组投产的时间维度来看，国投电力的两河口和杨房沟电站有望先行全部投产，且由于在建工程本身在上市公司体内，因此投产后即可增加公司效益。由于雅砻江和澜沧江剩余拟建机组尚未开工，即使按照 5 年工期计算，这些机组最早也要在 2024 年后才会有可能投产。

图 36: 雅砻江公司及华能水电未来装机容量扩张时间线



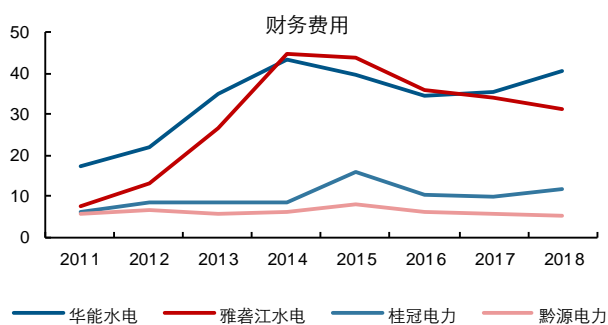
资料来源: Wind, 长江证券研究所

折旧与财务费用有望渐趋下行

从长期来看,在不考虑可能发生的资产收购、仅关注各水电公司当前运营水电资产的情况下,经过一定时间运行后电站各组成部分的折旧将会陆续计提完毕,折旧成本将进入下行通道;此外,电站投产后产生的利润中一部分金额用于偿还贷款和债券,而且投产后的水电站运行期间对资金投入需求不大,除了到期贷款需要进行续贷、置换等情形以外,水电公司新增带息负债规模不高,财务费用也将会逐年下行。

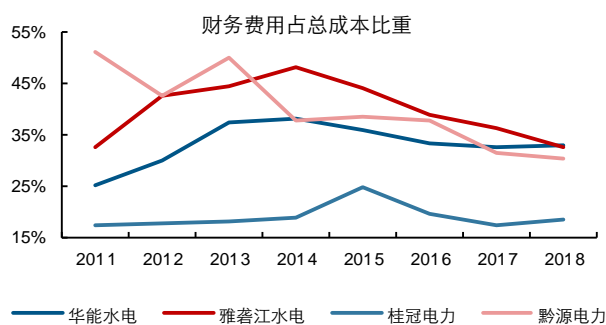
从主要水电公司财务费用的历年情况来看,除在建电站投产、收购其他电站等事件影响以外,水电公司财务费用占总成本的比重基本呈现下降趋势,符合我们对于水电财务费用的判断,预计未来水电公司的财务费用占比还将进一步下降。**截至 2018 年,主要水电公司财务费用占总成本的比重约为 18%-35%,随着贷款的偿还和带息负债的减少,水电公司持续下降的财务费用将会对业绩的持续提升起到重要的作用。**

图 37: 主要水电公司 2011 年以来财务费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

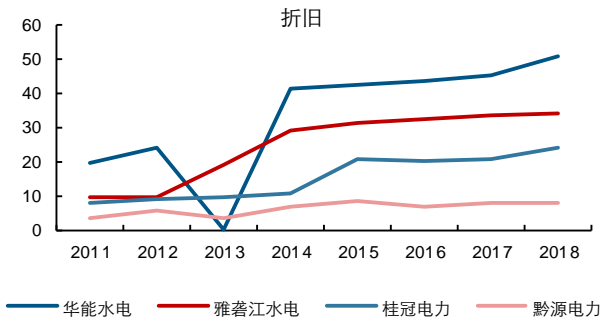
图 38: 主要水电公司 2011 年以来财务费用占总成本比重



资料来源: Wind, 长江证券研究所

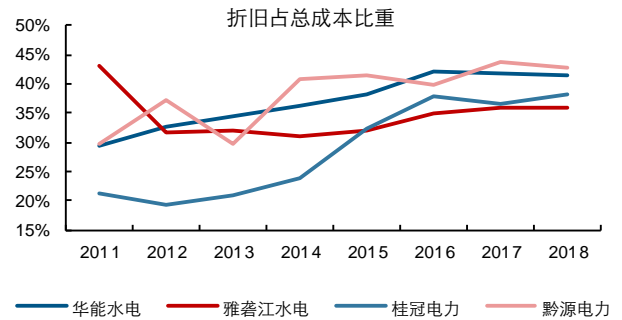
从主要水电公司折旧的历年情况看,折旧金额与折旧占总成本比重并未有明显下降,主因系: 1、水电站投产运行后,折旧的降低是阶段性的,只有当部分资产运行时间已经超过其折旧年限之后,折旧费用的下降方可显现; 2、部分水电工程存在尾工、机组维修等现象,随着相关工程完成并转入固定资产,也会造成折旧费用的新增。但是从长期来看,折旧费用的下降仍是水电运营的必然趋势。**截至 2018 年,主要水电公司折旧占总成本的比重约为 35%-45%,主要资产折旧计提完毕时将释放出可观的利润空间。**

图 39：主要水电公司 2011 年以来折旧情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：主要水电公司 2011 年以来折旧占总成本比重

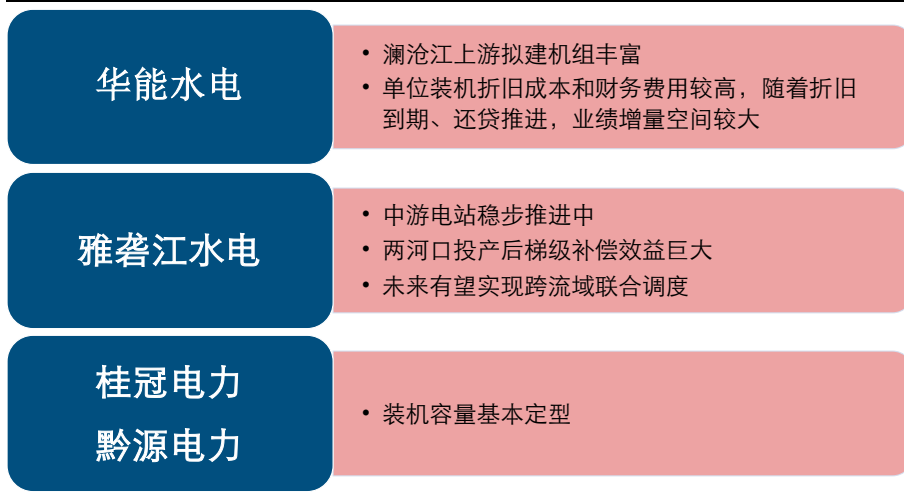


资料来源：Wind，长江证券研究所

主流水电公司未来业绩成长性总结

从成长性角度看，雅砻江水电公司中游电站建设稳步推进，将成为公司未来的主要增长点；华能水电上游拟建电站规模较高，赋予了公司一定的长期成长空间；桂冠电力和黔源电力流域开发已基本完成，公司装机容量基本定型，缺乏成长空间。

图 41：主流水电公司未来业绩成长性总结



资料来源：Wind，长江证券研究所

水电企业该如何估值？

绝对估值法和相对估值法相结合的估值体系

水电是电力行业中真正具备“公用事业属性”的行业。基于我国目前的政策支撑，水电的基本面表现基本实现了与周期脱钩、稳定经营的特征，加之多数水电能够提供稳定的分红支持，水电成为了行业内真正具备“稳定经营、高分红比例”的公用事业属性。因此，该行业比较适用基于自由现金流的绝对估值法，并辅以相对估值法（PE、股息率等）来综合理解各公司的股价。

表 13：水电行业估值体系

估值体系	估值方法	简要说明
绝对估值法	调整现值法 (APV)	基于公司自由现金流，以股权资本成本为贴现率折现；在考虑公司自由现金流之外，同时考虑债务融资带来的税收收益。
	DCF估值法 (FCFF, WACC)	基于公司自由现金流，以加权平均资本成本 (WACC) 为贴现率折现，综合考虑股权资本成本和债权资本成本
	DCF估值法 (FCFE)	基于股权自由现金流，剔除与债务相关联的现金流量，以股权资本成本为贴现率折现
相对估值法	市盈率 (PE)	主要通过纵向及横向比较，辅助绝对估值法理解股价合理区间；水电行业盈利相对稳定，但不同流域上的水电资产盈利能力差别较大，故主要采用市盈率而非市净率进行估值
	股息率	多数水电公司拥有稳定的分红能力，辅助绝对估值法理解股价合理区间

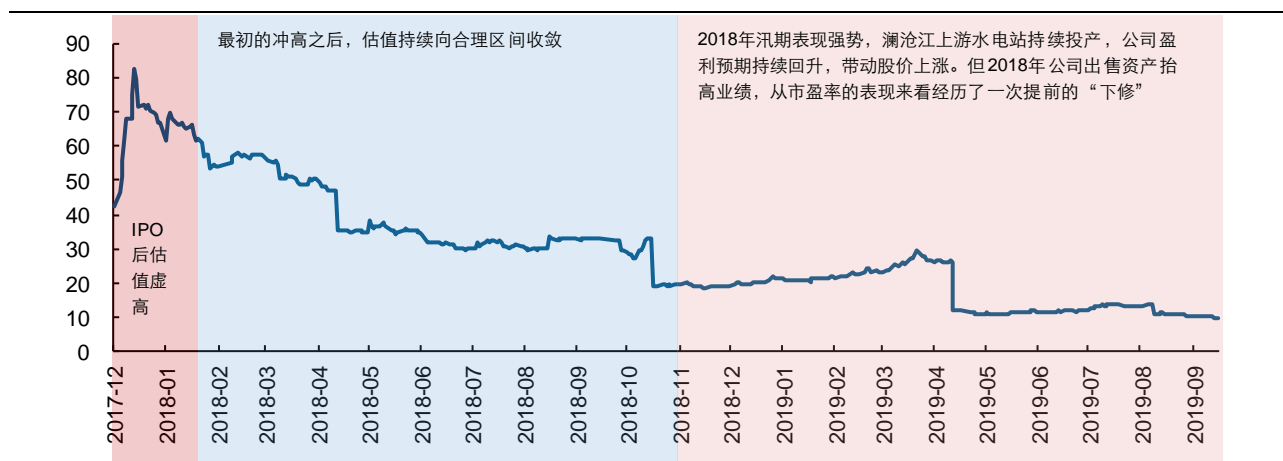
资料来源：Wind，长江证券研究所

华能水电：澜沧江水电新贵

1、市盈率估值

华能水电上市时间尚未满两年，经历了 IPO 的冲高后，后续大部分时间处于股价下修匹配合理 PE 的过程当中。2018 年 Q4 起公司股价走势变强，但由于公司 2018 年出售资产确认投资收益抬高业绩，从 PE 角度来看却是延续了之前的“估值下修”趋势。

图 42：华能水电历史市盈率 (TTM) 复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

2、股息率估值

华能水电在 IPO 上市之后，一直处于规模持续扩张的阶段，且 2017 年业绩表现较弱，因此其股息率在很长一段时间都偏低，直到公司 2018 年业绩实现大幅提升之后，股息

率才逐渐进入正常轨道。由于公司刚刚结束一轮大规模的投产扩张，未来利润、现金流和分红比例均有望改善，我们认为公司的股息率对估值的影响以预期为主，目前尚未定型。

图 43：华能水电历史股息率复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

3、总结

从 PE 的角度来看，公司价值有所低估，但是考虑到公司旗下电站面临云南电力市场较强的消纳与竞价压力，因此一定程度的低估也可以理解。不过，从股息率的层面来看，公司股息率水平较高，我们认为这方面的考量主要系：

- 分红仍是水电公司最重要的属性之一，所以在估值体系之中影响最为明显；
- 公司大笔的资本开支到今年结束，未来有望提升分红比例。

长期来看，我们认为公司未来的估值或将提升：

- 1) 澜沧江中下游电站低廉的电价存在随着供需环境改善、外送通道建设持续提升的空间，可逐渐优化业绩；
- 2) 公司分红比例存在提升的潜力。

国投电力：水火共济，价值显著

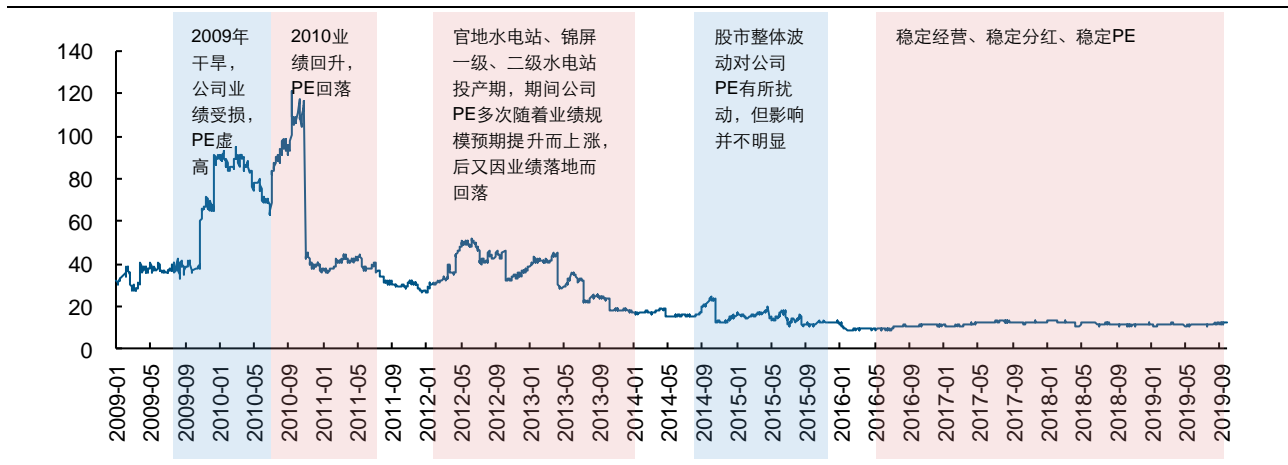
国投电力持股 52%的雅砻江水电是我国优质水电资产，此外公司还拥有较大规模的火电和其他发电资产，因此对于国投电力的估值需要分两部分进行：

1、雅砻江水电部分

雅砻江水电为国投电力持股 52%、川投能源持股 48%的优质水电资源，且由于川投能源自有业务规模较小，因此川投能源的估值情况在一定程度上可以反映市场对于雅砻江水电的估值。

通过川投能源历史估值表现来看，近年来雅砻江水电估值相对稳定，同时考虑到未来随着雅砻江中游水电的建设和投产，雅砻江水电业绩在未来 10 年期间会持续提升。

图 44：川投能源历史市盈率（TTM）复盘

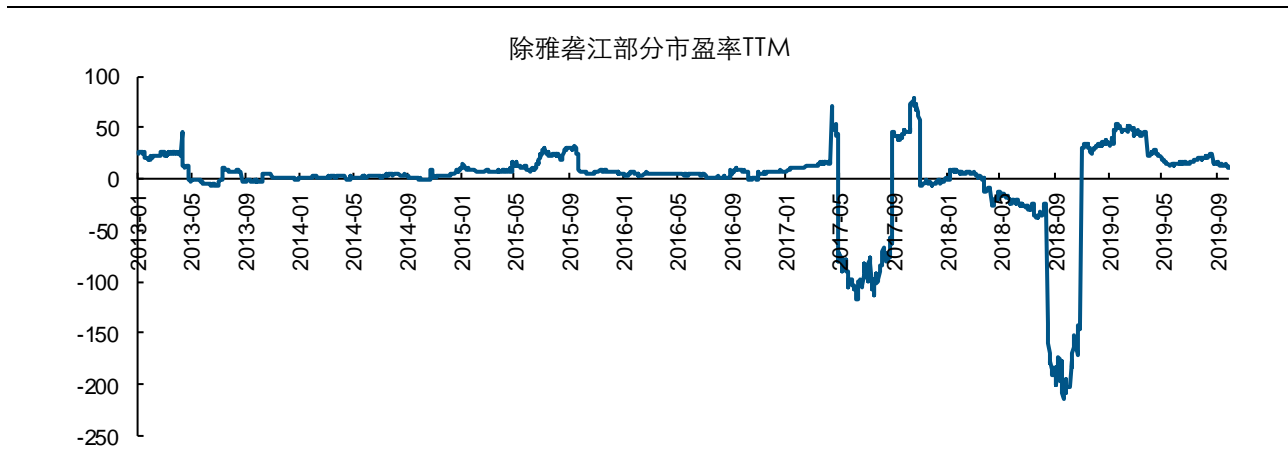


资料来源：Wind，长江证券研究所

2、非雅砻江水电部分

如果从国投电力市值中，剔除以川投能源 PE 和雅砻江水电业绩相对应的市值，并以此反映国投电力非雅砻江水电部分的市值，进一步估算非雅砻江水电部分的 PE 估值情况，可以发现其波动较大，主因系煤价波动产生了较大的影响。考虑到火电盈利有望持续恢复，预计非雅砻江水电部分估值有望得到修复。

图 45：非雅砻江水电部分市盈率（TTM）（估算值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

3、总结

从 PE 角度来看，我们认为以川投能源反映的雅砻江水电现在普遍面临低估，但是如果未来发展按照规划推进，所以雅砻江水电的业绩未来有望实现持续上涨；此外，近年国投电力火电资产受到高煤价的制约，其估值受到一定影响，随着未来火电盈利的修复，火电资产的估值也有望回归到合理水平。

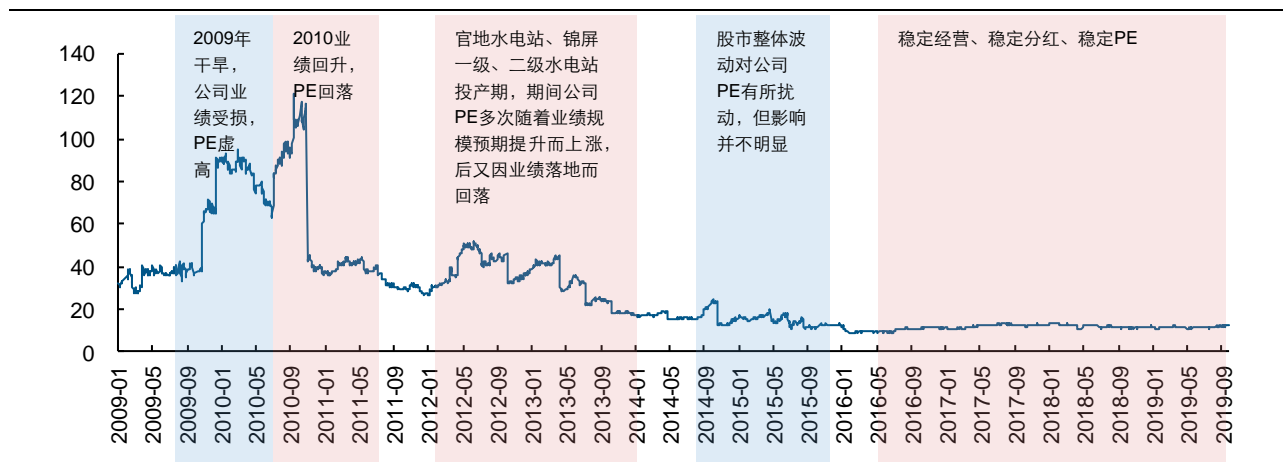
国投电力当前的分红比例仅有 35%，在未来中游水电建设完成之后，也有很强的提升潜力。其他大多数公司在未来十年基本上都进入了平稳经营期，所以国投电力当前的估值并不能反映未来十年的变化。我们认为公司未来估值会随着公司业绩和分红的释放，持续提升。

川投能源：雅砻江为发展之本

1、市盈率估值

川投能源 2009 年 1 月起公告拟收购二滩水电（现雅砻江水电），公司估值开始进入大水电的节奏。2009-2010 由于来水出现丰枯差，公司 PE 出现大幅波动；2012-2014 年间则进入了规模增长逻辑。在 2015 年的股市波动之后，公司 PE 归于平淡，未来有望随着雅砻江中游水电站的投产而再度进入增长逻辑。

图 46：川投能源历史市盈率（TTM）复盘

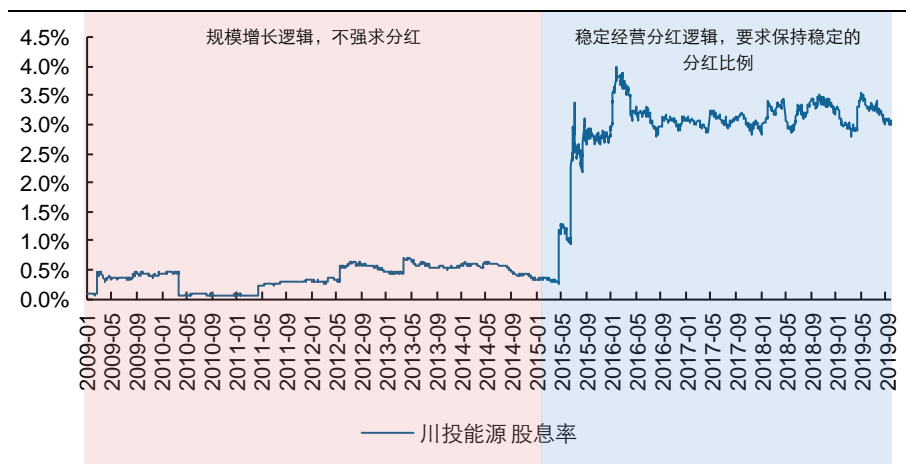


资料来源：Wind，长江证券研究所

2、股息率估值

川投能源的历史股息率形成较为明显的“发展——分红”二分趋势。在公司仍处在发展阶段，需要不断投入的时期，市场并不要求公司保持较高的分红比例，股价主要建立在增长的预期之上；而在建设告一段落，进入稳定经营期时，市场需要公司能够提供具有竞争力的分红，并稳定在一定的股息水平。

图 47：川投能源历史股息率复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

2、总结

川投能源是目前所有水电上市公司中，唯一一个主要资产并非控股的公司，其投资收益基本上贡献了全部的业绩。

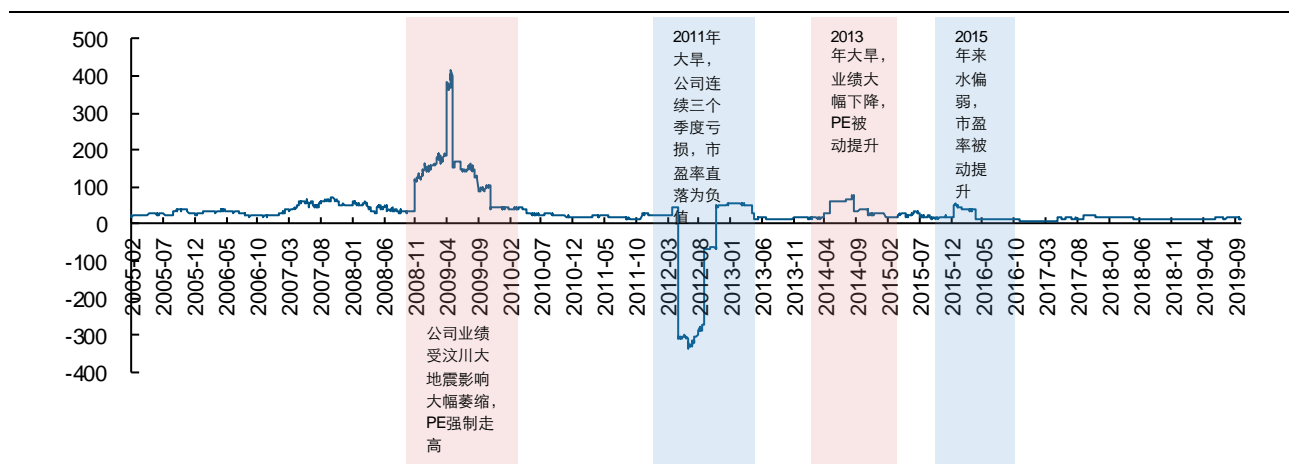
从 PE 和股息率的角度来看，我们认为川投现在普遍面临低估，市场上一般仅以最近 3 年左右的业绩、分红等因素来考虑公司估值，但是如果未来发展按照规划推进，川投能源的业绩未来一定是持续上涨的；此外，公司当前的分红比例仅有 37%，在未来中游水电建设完成之后，也有很强的提升潜力。其他大多数公司在未来十年基本上都进入了平稳经营期，所以川投能源当前的估值并不能反映未来十年的变化。不过由于业绩释放较为缓慢（预计在未来十年），较长的时间成本也是制约川投能源当前估值的重要因素。我们认为公司未来估值会随着公司业绩和分红的释放，持续提升。

桂冠电力：来水波动影响业绩，分红波动影响估值

1、市盈率估值

桂冠电力的市盈率表现并未走出较强的规模扩张逻辑，而是随着来水影响业绩的节奏，出现大起大落。从历史的情况来看，来水、地震等其他外部因素的波动对于业绩的影响十分明显，并同时导致公司的 PE 大起大落。总体来看，公司的市盈率并未随着规模的扩张预期而呈现持续性的上涨或者回归合理，反而是来水波动掌握了市盈率波动的节奏。

图 48：桂冠电力历史市盈率（TTM）复盘

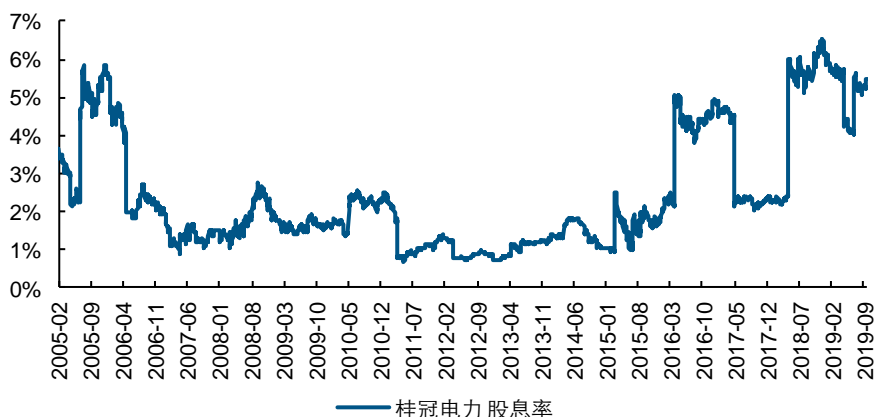


资料来源：Wind，长江证券研究所

2、股息率估值

桂冠电力在主要的发展年间（2007-2015 年）股息率表现并不强势，主要系其分红水平较高且乐滩、龙滩两大水电站有较强的规模扩张预期，市场较易接受偏低的股息率。2015 年龙滩水电站注入之后，公司的分红出现两极分化：2016 年分红比例仅有 30%，但 2017 年却高达 80%，2018 年分红比例回归平均水平 60%且进行送股。因此截至目前，公司的分红尚未完全稳定，期待未来能够逐步形成稳定的分红。

图 49：桂冠电力历史股息率复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

3、总结

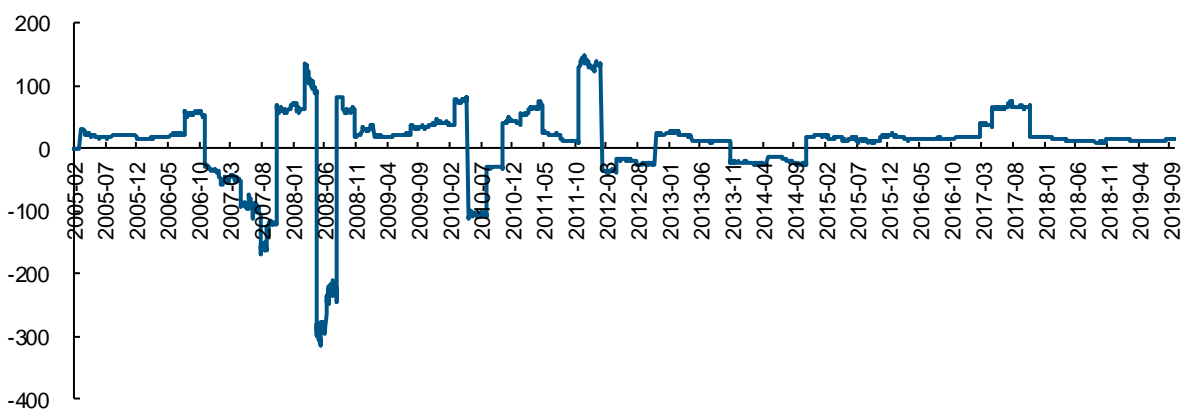
桂冠电力是典型的业绩随来水波动较为明显的公司，业绩稳定型较弱，且近年来分红比例上下波动幅度较大，市场难以形成较为一致的预期。从发展方面来看，红水河流域电站已经建设完毕，目前公司规划建设的怒江流域松塔水电站尚未可准，短期内预计难以动工，在收购方面公司暂无规划披露。因此，桂冠电力的估值已经从规模扩张的逻辑逐步转入了稳定经营的逻辑。

黔源电力：业绩振幅过大，分红有提升潜力

1、市盈率估值

黔源电力的历史市盈率趋势表现出了更极端的随来水波动的节奏，多次出现由于业绩大起大落带来的 PE 被动变化，甚至多次出现负 PE。从基本面的情况来看，黔源电力旗下电站来水波动幅度较大，平枯期（Q1、Q2、Q4）经常因为来水不足导致亏损，并出现负的 PE。历史上几次重大的枯水期出现在 2009、2011 和 2013 年。

图 50：黔源电力历史市盈率（TTM）复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

2、股息率估值

黔源电力历史上多次出现零分红，主要系公司在较为干旱的年份常常出现全年亏损，如2011年和2013年，导致股息率归零。公司虽然曾经调整过折旧政策，成为唯一按工作量法折旧的水电公司，但旗下电站所在北盘江流域每年丰枯差距较大，仍无法完全杜绝亏损的可能。

图 51：黔源电力历史股息率复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

3、总结

黔源电力是所有水电上市公司中，业绩随来水波动振幅较大的公司，在来水极枯的年份甚至会出现亏损。公司因此也改变了折旧策略，成为水电上市公司中唯一按照工作量法折旧的，但是依然难以改变公司业绩过大的振幅。

我们认为，市场能够容忍黔源电力较为低下的股息率，主要系公司已基本没有资本开支，未来还完贷款后有较强的业绩和分红提升空间。从目前的情况来看黔源电力已经进入稳定经营过程，因此其分红的提升值得期待。

投资建议

上半年长江、澜沧江、雅砻江等流域来水偏丰而珠江水系来水不佳，同时其他地方水电公司流域来水情况各有特性。汛期以来长江上游、澜沧江流域水情转弱，而贵州、广东水情较为强势，全国各流域来水情况呈现较为显著的分化。水情分化格局下，各水电公司的电量及业绩表现预计也将产生分化差异。在此背景下，我们认为具有良好发电调度能力与业绩调节能力的公司投资价值仍较为显著，同时，流域水情偏丰的公司有望录得较高的业绩同比增速。

此外，美联储时隔十年重启“降息”，水电经营稳定、高分红的类债券属性将更加凸显其投资价值。

标的方面，坚定推荐业绩稳定、高分红的水电龙头，并建议关注来水弹性标的。

表 14：主要标的盈利预测及估值（基于 2019 年 10 月 18 日收盘价）

标的	项目	2018A	2019E	2020E	2021E
华能水电	EPS	0.322	0.251	0.293	0.297
	PE	13.28	17.05	14.62	14.43
	ROE	13.11%	9.72%	10.73%	10.31%
	PB	1.74	1.66	1.57	1.49
桂冠电力	EPS	0.303	0.303	0.324	0.337
	PE	14.97	14.95	14.00	13.42
	ROE	16.94%	15.90%	15.89%	15.55%
	PB	2.54	2.38	2.23	2.09
国投电力	EPS	0.643	0.763	0.778	0.858
	PE	13.48	11.36	11.15	10.11
	ROE	11.58%	12.66%	11.90%	12.10%
	PB	1.56	1.44	1.33	1.22

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。